

Таблица 1.

## Основные черты четырех инфляционных циклов в Китае

ЦИКЛ	В СОВОКУПНОМ СПРОСЕ ДОМИНИРОВАЛИ	ВОЗМОЖНАЯ ПРИЧИНА	ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ ИНФЛЯЦИИ	ПРИСПОСОБЛЕНИЕ ПОЛИТИКИ	ЗАВЕРШЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ
1979-1981	Розничная торговля	Рост доходов в сельском хозяйстве как следствие аграрной реформы	Корректировка административных цен	Ужесточение финансовой политики; урезание инвестиций	Жесткое*
1982-1986	Розничная торговля; инвестиции в основной капитал	Мягкие бюджетные ограничения госпредприятий, ведущие к избыточным инвестициям и росту зарплаты за счет создания кредита	Либерализация цен; рост свободных рыночных цен	Временное ужесточение кредитной политики; повышение процентных ставок	Мягкое, но недолго
1986-1990	Розничная торговля; экспорт	Раннее ослабление финансовой политики в ответ на проблемы госпредприятий; ажиотажный спрос в ответ на рост административных цен	Либерализация цен; корректировка административных цен	Ужесточение кредитно-денежной политики; резкое сокращение инвестиций; ценовая реформа приостановлена и частично повернута вспять	Жесткое
1991-1997	Инвестиции в основной капитал, розничная торговля; экспорт	Толчок инвестиций центральными и местными властями	Рост цен на продукты питания, включая рост административных цен	Кредитно-денежная политика ужесточена; рост инвестиций постепенно снижен; продолжена структурная реформа	Мягкое

\*Жесткое – означает с большими потерями ВВП, мягкое – с малыми

## ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ: ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ И ВНЕШНЕТОРГОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Василенко С., БГУ

Задачи прогнозирования валютных курсов требуют учета и взаимоувязки всего спектра экономических факторов, влияющих на

курсообразование. Аналитический арсенал для прогнозирования валютных курсов в краткосрочной и долгосрочной перспективе постоянно расширяется. Однако пока не создано концепции, которая бы объединила частные аспекты проблемы прогнозирования валютных курсов в единую модель, учитывающую множество взаимосвязанных политических и экономических факторов.

Фундаментальный анализ валютных курсов ставит своей целью определение причин и факторов, приводящих к изменению динамики курсов, а также, исходя из этого, построение долгосрочного прогноза на основе сравнения макроэкономических условий в странах и регионах.

Модели фундаментального анализа факторов, оказывающих влияние на формирование и динамику валютных курсов, можно условно разделить на две категории. К первой категории относятся концепции, приверженцы которых утверждают, что валютный курс стремится к некому равновесному состоянию, определяемому макроэкономическими условиями в странах-основных торговых партнерах. Ко второй категории относятся концепции, которые отрицают равновесный характер валютного курса и рассматривают его одновременно как фактор и производное динамично меняющихся и взаимообусловленных макроэкономических условий.

Кроме того, модели фундаментального анализа валютных курсов можно условно разделить на «монетаристские» и «внешнеторговые». Приверженцы первого течения рассматривают условия на финансовых рынках (процентные ставки) как определяющий фактор движения курсов валют. Второе течение фундаментального анализа рассматривает в качестве основного фактора формирования валютного курса состояние торгового (платежного) баланса, как изначально определяющее спрос и предложение на валютном рынке, а, следовательно, и динамику курса.

Теория паритета покупательной способности в классическом виде задается соотношением:

$$k(t) = k(0) \frac{I(t)}{I_0(t)} \quad (1)$$

где  $k(t)$  – текущий валютный курс,  $k(0)$  – некий равновесный курс в начальный момент времени,  $I$  и  $I_0$  – индексы цен внутри страны и за границей.

Специалисты сходятся во мнении, что это соотношение выполняется лишь в долгосрочной перспективе. Сбои в работе данного закона приводят к несовпадению номинальных и дефлированных валютных курсов. В то же время предполагается, что валютная система стремится выровнять диспаритет, стремясь к некому равновесному состоянию.

Учитывая определение монетаристов, что темпы инфляции определяются темпом роста денежной массы, уравнение (1) можно переписать как

$$\Delta k = \Delta M - \Delta M_0 \quad (2),$$

где  $\Delta M$  и  $\Delta M_0$  – темпы прироста национальной и иностранной денежной массы.

Это соотношение ограничено может восприниматься как фактор формирования валютного курса. Однако очевидно, что эта модель не применима для анализа, к примеру, курса EUR/USD, где каждая из валют является резервной, и ее масса выходит за рамки национальных экономик.

В нынешних условиях на международном рынке свободный переток капиталов и избыточная ликвидность банковской системы ставит валютный курс в зависимость от процентной политики, которая является основным инструментом регулирования инфляции и спроса-предложения на деньги.

В свою очередь это приводит к рассмотрению концепции капитальных активов. Согласно этой теории динамика валютного курса определяется текущими условиями на валютных рынках. В качестве таких условий называется уровень процентных ставок.

Предположим, что экономический агент обменивает национальную валюту по курсу  $k(t)$  для размещения полученной иностранной валюты за рубежом под ставку  $1+r_0$ , после чего проводит обратную конвертацию вклада и полученного дохода по курсу  $k(t+1)$ . Тогда можно вывести соотношение равновесия (3), из которого следует соотношение (4):

$$1 + r(t) = (1 + r_0(t)) * \frac{k(t)}{k(t+1)} \quad (3)$$

$$\Delta k = \frac{r_0(t) - r(t)}{1 + r(t)} \quad (4)$$

Очевидно, что фактор процентных ставок должен учитываться при формировании динамики валютных курсов. Однако его влияние может иметь как краткосрочный, так и долгосрочный эффект. Это обстоятельство очень усложняет прогноз валютного курса и фактически сводит его к прогнозу процентной политики агентов рынка под влиянием макроэкономических условий и монетарной политики правительств.

Однако при этом следует сделать оговорку, что уравнения (1) – (4) представляют ситуацию в упрощенном виде, игнорируя объемы производства, расширение экспорта-импорта и другие важные макроэкономические показатели.

Концепция эффективности внешнеторговых операций представляет валютный курс как предельный доход от внешнеторговых операций (5):

$$k(t) = \frac{I(t)}{I_0(t)} * \frac{E_0(t)}{E(t)} \quad (5)$$

где  $E_0(t)$  – объем экспорта в иностранной валюте;  $E(t)$  – затраты на экспорт во внутренних ценах.

Соотношение (2) означает: валютный курс показывает, сколько единиц национальной валюты нужно дополнительно потратить, чтобы получить доллар дохода. Аналогично (6):

$$k(t) = \frac{I(t)}{I_0(t)} * \frac{M(t)}{M_0(t)} \quad (6)$$

где  $M(t)$  – доход от операций с импортом во внутренних ценах;  $M_0(t)$  – объем импорта в иностранной валюте.

В соотношении (6) валютный курс показывает, сколько единиц национальной валюты можно дополнительно получить, если потратить дополнительный доллар на закупку импортного продукта.

При этом можно говорить о том, условием установления равновесного валютного курса будет являться совпадение эффективности (рентабельности) экспортных операций  $f_e(t)$  и импортных операций  $f_m(t)$ , то есть  $f_e(t) = f_m(t)$ :

$$f_e(t) = \frac{k(t) E_0(t)}{E(t)} \quad (7)$$

$$f_m(t) = \frac{M(t)}{k(t) M_0(t)} \quad (8)$$

$$k_{pas}(t) = \sqrt{\frac{M(t) E(t)}{M_0(t) E_0(t)}} \quad (9)$$

При условии равенства соотношений (7) и (8) можно вывести формулу равновесного валютного курса (9):

Однако, как правило, валютный курс находится в состоянии диспаритета. Если считать, что даже при отсутствии равновесия система

стремится к нему, то динамику валютного курса, исходя из соотношения (9) можно записать следующим образом:

$$k_{pав}(t) = \alpha \sqrt{\frac{f_m(t)}{f_e(t)}} \quad (10)$$

где  $\alpha$  – параметр модели, отражающий скорость адаптации валютного курса к разнице в эффективности (рентабельности) экспортных и импортных операций.

Однако существенные расхождения в эффективности отдельных секторов экономики затрудняют выведение объективного или равновесного валютного курса исходя из рентабельности внешнеторговых операций.

Кроме того, «внешнеторговые» концепции игнорируют анализ того влияния, которое оказывает на валютный курс движение капитальных активов под воздействием условий, складывающихся на финансовых рынках. Следует отметить, что при переизбытке спекулятивного капитала, которое сейчас наблюдается на международном финансовом рынке, а также в условиях избыточной ликвидности международной банковской системы, фактор перетока капитальных активов также играет немаловажную роль в формировании валютных курсов.

Таким образом, перед аналитиками стоит задача определения приоритетных факторов, оказывающих влияние на валютный курс. При этом следует отметить, что фактор внешнеторговых операций имеет более долгосрочный характер, чем фактор процентных ставок. После изменения учетной ставки Федеральной резервной системы или Европейского Центробанка рынок достаточно быстро меняет приоритеты в размещении депозитов и резервов в соответствии со сравнительной доходностью валют. Кроме того, фактор процентных ставок носит более спекулятивный характер и связан с ожиданиями трейдеров относительно будущей доходности активов.

## **ПРОБЛЕМЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЛИЯНИЯ ПИИ НА ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ**

**Верещака Т. О., БГУ**

Влияние ПИИ на экономическое развитие обсуждается экономистами уже давно. Существенное увеличение притока ПИИ в развивающиеся и транзитивные экономики и интерес к деятельности